

רכבת ישראל בע"מ

מעקב | אוגוסט 2023

אנשי קשר:

שרון שלוח

אנליסטית בכירה, מערכת דירוג ראשית
sharon.c@midroog.co.il

יניב גפני

אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני
yaniv.g@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות
elad.seroussi@midroog.co.il

רכבת ישראל בע"מ

אופק דירוג: חיובי	Aa1.il	דירוג סדרה
-------------------	--------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa1.il לאגרת חוב (סדרה ג'), שהנפיקה רכבת ישראל בע"מ (להלן: "רכבת ישראל" ו/או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי. שינוי אופק הדירוג נובע משיפור בהכנסות החברה, שצפויות להמשיך ולצמוח בד בבד עם כניסתו לתוקף של הסכם הפעלה ופיתוח חדש מול המדינה, אשר תקף עד לשנת 2026 וצפוי לשפר באופן מהותי את איתנותה הפיננסית של החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
רכבת ישר אגח ג'	1177625	Aa1.il	חיובי	30.06.2031

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג אגרות החוב שהנפיקה החברה נקבע על פי גישת מידרוג לדירוג מנפיק קשור למדינה (Government Related Issuer – GRI), אשר כושר החזר האשראי שלו מצוי בזיקה גבוהה מאוד לזה של המדינה, ונגזר בהתבסס על הערכת הסבירות לתמיכת המדינה בחברה, מבלי לקבוע הערכת אשראי בסיסית (BCA), וזאת כפי שמתואר במתודולוגיה של מידרוג לדירוג מנפיק הקשור למדינה.

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) חברה בעלת מעמד מונופוליסטי בתחום הפעלת מערכי הסעות המונים באמצעות רכבות נוסעים בין-עירוניות ופרבריות, וכן בתחום רשת המסילות הארצית; (2) רכבת ישראל הינה חברה ממשלתית המוחזקת בשיעור של 100% על ידי מדינת ישראל, ומהווה זרוע ביצועית של משרד התחבורה, אשר מהווה ביחד עם משרד האוצר גורם מפקח, הקובע את פעילות החברה; (3) קיום מסגרת רגולטורית ברורה ותומכת, המבוססת על הסכם הפעלה ופיתוח חדש מול המדינה, אשר נחתם ביום 5 ביוני 2023 וצפוי לשפר את איתנותה הפיננסית של החברה; (4) תזרים מזומנים המתאפיין ביציבות ובוודאות גבוהה, לאור מנגנון דמי ההפעלה, המבוסס על "מחוללים" של עלויות נורמטיביות, ומגדר באופן כמעט מלא את החשיפה לסיכונים ביקושים, כך שביצועי החברה אינם משקפים את סיכון האשראי של מחזיקי האג"ח; (5) המקור התזרימי לשירות החוב הפיננסי אינו מבוסס על ביצועי החברה, אלא על כספי מענקים ותקציבים ממשלתיים, המכסים גב אל גב את תשלומי החוב; (6) קושי בביצוע תהליכי התייעלות בחברה הנובע, בין היתר, מקיום ועד עובדים בעל היסטוריית אירועים וחיכוכים עם הנהלת החברה. בד בבד, במהלך חודש פברואר 2023 נחתם הסכם שכר חודש מול עובדי החברה; (7) תוצאות הפעילות של החברה נגזרות במידה גבוהה מאוד מהסכם הפיתוח וההפעלה מול המדינה, אשר נחתם ביום 5 ביוני 2023; (8) בשנת 2020 נפגע היקף הנוסעה באופן מהותי (ירידה של כ-65% במספר הנסיעות לעומת שנת 2019), בשל השפעות משבר הקורונה. בשנים 2021-2022 חלה התאוששות בהיקפי הנוסעה, אשר צפויה להמשיך בשנת 2023; (9) להערכתנו, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה. בד בבד, אנו מעריכים כי חשיפת החברה לסיכונים חברתיים הינה בינונית. סיכונים אלו עלולים להתממש בחברה בשל סיכונים תאונות בין הרכבת לכלי רכב אחרים או להולכי רגל. גורם נוסף אשר מגדיל את הסיכון החברתי וכן יצר חשיפה שלילית לסיכונים הממשל התאגידי הינו היסטוריית החיכוכים של ההנהלה אל מול ועד העובדים, אשר ממותנת באמצעות הסכם חדש מול הוועד. כמו כן, מניין חברי הוועדות לבחינת כספים ולוועדת ביקורת אינו עומד במניין החוקי. להערכתנו, היותה של החברה מונופול הנסמך על תשלומים המעוגנים בהסכם הסובסידיה, ממתנים חלק ניכר מסיכונים ה-ESG.

נוכח הזיקה הגבוהה בין המדינה לבין רכבת ישראל, לרבות השפעתה הגבוהה של הממשלה על התוכנית האסטרטגית של החברה, תוכנית ההשקעות שלה ויכולתה לגייס חוב לצורך מימון פעילותה, וכן נוכח הערכתנו כי בשל תלות החברה בתשלומים מכוח הסכם הפיתוח וההפעלה מול המדינה, ביצועיה העסקיים העצמאיים של החברה הינם בעלי השפעה נמוכה על יכולת שירות החוב שלה, מידרוג מעריכה כי הערכת האשראי הבסיסית של החברה (BCA) הינה בעלת חשיבות נמוכה להערכת סיכון האשראי שלה. בהתאם לכך, הערכת מידרוג לסיכון האשראי של רכבת ישראל מתבססת על הערכת מידת הסבירות לתמיכת המדינה בחברה במידת הצורך.

נוכח מעמד החברה כזרוע ביצועית ליישום מדיניות הממשלה, וכן בשל מעורבותה הגבוהה של הממשלה בקבלת ההחלטות בחברה בנושאי אסטרטגיה, תקציב, פיתוח, מימון וכיו"ב, לצד חשיבותו המקרו כלכלית וחיוניותו של מערך הרכבות לתפקודו התקין של המשק, אנו מעריכים כי הסבירות לתמיכת המדינה בחברה בעת הצורך הינה גבוהה מאוד, וכן כי הסבירות להעדפת הממשלה לפרוע את חובותיה על פני חובות החברה הינה נמוכה. עם זאת, יש לציין כי במידה ותחול הרעה באיתנות הכלכלית של מדינת ישראל, תגדל הסבירות שהממשלה תעדיף לפרוע את התחייבויות המדינה על פני התחייבויות החברה.¹ נציין כי לא קיימת מחויבות חוקית לתמיכת המדינה בחברה, אולם מערך ההסכמים בין החברה למדינה מעניק רמת ודאות גבוהה לתזרים המזומנים של החברה ולכושר פירעון החוב שלה. נציין, כי קיימת חשיבות עליונה לקיומו של מקור תקציבי מן המדינה לתשלום מלא של הקרן והריבית לאורך חיי החוב. בהעדר מקור תקציבי שכזה, צפוי דירוג החוב להיפגע באופן משמעותי. שינוי מערך ההסכמים בין המדינה לחברה, באופן אשר יפגע בסבירות לתמיכת המדינה בחברה בעת הצורך, עלול להביא לשינוי בדירוג.

אופק הדירוג

אופק הדירוג החיובי נובע משיפור מתמשך בהכנסות החברה בעקבות העלייה בהיקף הנסועה, במקביל לכניסתו לתוקף של הסכם הפעלה ופיתוח חדש מול המדינה לשנים 2022-2026, אשר צפוי, בין היתר, לשפר את הכנסות החברה ואת איתנותה הפיננסית תוך שיפור מהותי בהון העצמי, בד בבד עם ייעול פעילותה השוטפת. במקביל לכך, אנו מעריכים כי ההסכם החדש מחזק את תמיכת המדינה בחברה בעת הצורך.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- יישום בפועל של מתווה ההסכם החדש, באופן שישפר באופן מהותי את איתנותה הפיננסית של החברה ואת הכנסותיה.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי במבנה הבעלות בחברה
- שינוי לרעה בהערכת מידת התמיכה ו/או התלות של המדינה בחברה
- שינוי רגולטורי בקשר עם תמיכת המדינה בחברה, לרבות שינוי אשר עלול להוביל לחשיפתה לסיכון ביקושים משמעותי ו/או לפגיעה מהותית באיתנותה הפיננסית של החברה

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חברה ממשלתית בעלת מעמד מונופוליסטי בתחום פעילותה

רכבת ישראל הינה חברה ממשלתית המוחזקת בשיעור של 100% על ידי מדינת ישראל והינה למעשה זרוע ביצועית של משרד התחבורה בתחום התחבורה הרכבתית בישראל. משרד התחבורה, יחד עם משרד האוצר, מהווה גורם המפקח על פעילות החברה, ומתווה את התוכנית האסטרטגית שלה. בד בבד, תעריפי הנסיעות ברכבת נקבעים ומפוקחים ע"י ממשלת ישראל באופן מלא. החברה בעלת מעמד מונופוליסטי בתחום הפעלת מערכי הסעות המונים באמצעות רכבות נוסעים בין-עירוניות ופרבריות, וכן בתחום רשת המסילות הארצית. רכבת ישראל מנהלת, מתחזקת ומפעילה את רשת מסילות הברזל בארץ ומספקת שירותי תחבורה ציבורית באמצעות רכבות כבדות. תחום הסעות הנוסעים הינו מגזר הפעילות העיקרי של החברה, כאשר בשנים 2020-2022 היווה בממוצע כ-87% מסך הכנסות החברה (כולל דמי הפעלה), בעוד שפעילות הובלת המטענים היוותה כ-11% בתקופה זו (יתר הכנסות החברה נובעות ממגזר הסחר והכנסות אחרות).

¹ מדינת ישראל מדורגת על ידי Moody's בדירוג A1 באופק יציב.

כניסתו לתוקף של הסכם הפעלה ופיתוח חדש מול המדינה, צפויה לשפר את איתנותה הפיננסית של החברה, תוך מתן גידור לסיכונים הביקושים

ביום 5 ביוני 2023 חתמה החברה על הסכם הפעלה ופיתוח חדש מול המדינה, לצורך הסדרת סבסוד הפעילות השוטפת ופעילות הפיתוח של החברה עבור השנים 2022-2026. ההיקף הכספי המוערך לתקופת ההסכם הינו כ-16 מיליארד ₪ בגין פעילות הסעת הנוסעים והמטענים שמבצעת החברה. בנוסף, בגין פעילות הפיתוח שבאחריות החברה היא תתקצב בהתאם לתוכנית שאושרה, לפי פרויקט ובהתאם לקצב התקדמותו. בהתאם להסכם, התשלומים שישולמו לחברה בגין ביצוע מחויבותיה בשנה מסוימת יכללו: (1) תשלומים בגין הסעת נוסעים בגובה ההפרש בין עלות ההפעלה המוכרת לחברה לבין הכנסותיה ממכירת הסדרי נסיעה. עלות ההפעלה המוכרת תחושב על פי עלות קבועה ורכיבי עלות משתנים כוללות במספר הרכבות שיופעלו על ידי החברה בפועל, מספר הנוסעים, אורך המסילה ופרמטרים נוספים. בנוסף, החברה תהיה זכאית לתמריצים בגין עמידה ביעדי רמת שירות (הגדלת מספר הנוסעים, שביעות רצון הנוסעים ועמידה בלוחות זמנים). מתמריצים אלו יקוזזו פיצויים מוסכמים בגין אי עמידה ברמת השירות, ככל וידרש; (2) תשלומי סובסידיה עבור שירותי הובלת מטענים. הסובסידיה בגין פעילות זו תחושב בהתאם למשקל/נפח המטען, מרחק ההובלה, איזור השינוע ועוד; (3) מימון פרויקטים שוטפים לשיפור רמת השירות. המימון יבוצע גם מתוך מקורותיה העצמיים של החברה, אשר יבנו מרווחיותה לאורך שנות ההסכם; (4) תשלומים בגין פעילות הפיתוח. התשלומים יבוצעו לאחר שיריון תקציבי ואישור משרד התחבורה. סבסוד החברה צפוי לכסות גם הוצאות בגין שינויים באינפלציה ובשערי החליפין. בנוסף, במסגרת ההסכם, החברה זכאית גם לתשלום רטרואקטיבי בגין שנת 2022 והחודשים הראשונים של שנת 2023. להערכתנו, תנאי ההסכם צפויים לשפר באופן מהותי את איתנותה הפיננסית של החברה, בין היתר, על ידי שיפור משמעותי בהון העצמי וביחס המינוף, כמפורט בהמשך, לצד צפי לשיפור בהכנסות. עוד נציין, כי במסגרת ההסכם החדש, אושרה תוכנית הפיתוח של הרכבת לשנים 2023-2026, בהיקף של 46 מיליארד ₪, כמפורט בהמשך. בד בבד, במהלך חודש פברואר 2023 נחתם הסכם שכר חדש מול עובדי החברה, אשר יהיה בתוקף עד לשנת 2027. ההסכם כולל, בין היתר, תוספת שכר לעובדים, אשר תמומן ברובה ממקורות חיצוניים ואיננה צפויה להשפיע באופן מהותי על תזרים המזומנים של החברה. להערכתנו, מימוש מתווה ההסכם מול העובדים צפוי לייעל את פעילות החברה, תוך שיפור ביכולתה לממש את תכנית ההשקעות והפיתוח בשנים הקרובות.

נציין כי עד לחודש מאי 2023 פעילות החברה התבצעה על פי תנאי ההסכם הקודם, אשר תוקפו הוארך מדי שנה. תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון את כניסתו לתוקף של ההסכם החדש, אשר כולל חישוב סובסידיה המוביל לתשואה נאותה, תוך גידור כמעט מלא של סיכונים הביקושים. להערכתנו, ההסכם החדש מול המדינה צפוי לשפר באופן מהותי את הכנסות החברה מסובסידיה, במקביל לשיפור באיתנותה הפיננסית של החברה, תוך שיפור מהותי בהון העצמי.

עליה בהכנסות החברה לצד שחיקה בהכנסות ממגזר המטענים

רכבת ישראל פועלת בארבעה תחומי פעילות עיקריים: הסעת נוסעים, הובלת מטענים, סחר ופיתוח. הכנסתה השנתית של החברה, אשר הינה ברובה פועל יוצא של הסכם הפיתוח וההפעלה, הסתכמה בכ-2.84 מיליארד ₪ בשנת 2022, ומשקפת עליה של כ-11% לעומת הכנסותיה בשנת 2021 (כ-2.56 מיליארד ₪). עיקר העלייה בהכנסות מוסברת על ידי עליה בדמי ההפעלה השוטפים אותם מקבלת החברה מהמדינה בגין ההכנסות מנוסעים. בשנת 2020 נפגע היקף הנוסעים באופן מהותי (ירידה של כ-65% במספר הנסיעות לעומת שנת 2019), בשל השפעות משבר הקורונה. בשנים 2021-2022 חלה התאוששות בהיקפי הנוסעים והחברה צופה כי ההיקפים יחזרו לכל הפחות לרמתם טרום המשבר בשנת 2023. נציין, כי תשלומי דמי ההפעלה לחברה אינם תלויים ברובם בכמויות הנוסעים אלא, בין היתר, בהיקף הנוסעים. הכנסות החברה במגזר הסעת הנוסעים הסתכמו בכ-296 מיליוני ₪ בשנת 2022, לעומת כ-303 מיליוני ₪ בשנת 2021 וזאת על אף עליה בהיקף הנוסעים. ירידה זו מוסברת באופן שינוי גביית ההכנסות מנסיעות חיילים, אשר החל להתקבל דרך מנגנון הסובסידיה וכן מחולשה מסוימת ברבעון הראשון של שנת 2022 בעקבות השפעות משבר הקורונה. להערכתנו, הסכם ההפעלה והפיתוח החדש מול המדינה צפוי לשפר את הכנסות החברה מסובסידיה, לצד השיפור השוטף הנובע מהעלייה המתמידה בקצב גידול הנוסעים.

² [החשב הכללי - הסכם הפעלה ופיתוח - רכבת ישראל 2022-2026, מאי 2023.](#)

כמו כן, מגזר הובלת המטענים מציג שחיקה בפעילות בשנים האחרונות. ההכנסות ממגזר זה לשנת 2022 הסתכמו בכ-274 מיליון ₪, לעומת כ-283 מיליון ₪ בשנת 2021. במקביל לכך, בשנים 2021-2022 המגזר הציג EBITDA של כ-80 מיליון ₪, לעומת EBITDA של כ-47 מיליון ₪ בשנת 2020. השחיקה בפעילות המטענים נובעת בעיקרה מתחרות גוברת ומחוסר גמישות בשירות. עם זאת, החברה צופה כי הסובסידיה המשופרת בגין פעילות זו, במסגרת ההסכם החדש מול המדינה, תקטין את ההפסד התפעולי בשנים הקרובות.

תוכנית ההשקעות ושירות החוב של החברה מתבססים על תשלומי המדינה במסגרת תקציב הפיתוח

לחברה תכנית פיתוח רחבה ומאתגרת, הממומנת במלוואה על ידי הממשלה וכוללת פרויקטים מסוגים שונים לצד הטמעת טכנולוגיות מתקדמות. תכנית הפיתוח הינה חלק מהסכם ההפעלה והפיתוח החדש של החברה, כאמור לעיל. בהתאם למסגרת הרגולטורית של החברה, הוצאות ה-CAPEX שלה נעשות על בסיס מענקים ותקציבים ממשלתיים, אולם, ייתכן כי הוצאות ה-CAPEX תמומנה, באופן חלקי, באמצעות גיוס חוב נוסף. במקרה זה, אנו מניחים כי שירות החוב הפיננסי (קרן וריבית) של החברה, יעשה על בסיס מענקים ותשלומים ממשלתיים במסגרת תקציב הפיתוח. בד בבד, נציין כי המקור התזרימי לשירות החוב הפיננסי של החברה אינו מבוסס על ביצועיה, אלא על כספי תקציב הפיתוח, כלומר נובע ממענקים ותקציבים ממשלתיים. עם זאת, החברה מציינת כי היא הפקידה סך של כ-15 מיליון ₪ בחשבון בנק ייעודי אשר ישועבד לטובת מחזיקי אגרות החוב (סדרה ג'), ואשר ישמש כ-"קרן שמורה" לטובת תשלום למחזיקי אגרות החוב (סדרה ג').

בשנת 2022 עמד היקף ההוצאות ההוניות (CAPEX) של החברה כ-3.7 מיליארד ₪, בהשוואה לכ-3.1 מיליארד ₪ בשנת 2021 וכ-3.3 מיליארד ₪ בשנת 2020. נציין, כי ביום 4 בנובמבר 2021, במסגרת אישור תקציב המדינה, אושרה לחברה מסגרת תקציב בסך של כ-46 מיליארד ש"ח, לשנים 2021-2026. עיקר התקציב האמור מיועד למימוש תכנית הפיתוח, לרבות ביצוע פרויקטי הכפלת מסילות החוף והכפלת מסילות נוספות, עוקף לוד, המשך הקו המהיר לירושלים, המסילה המזרחית, מתחמי דיור ותחזוקה, רכש ציוד נייד, התאמת קיבולת ברציפים, שיפור השירות ושדרוג תחנות. תכנית הפיתוח האמורה נכנסה לתוקף רשמי לאחר החתימה על הסכם ההפעלה והפיתוח החדש, כמפורט לעיל.

נוכח הזיקה הגבוהה בין החברה למדינת ישראל, הערכת מידורג לסיכון האשראי של החברה מתבססת על הסבירות לתמיכת מדינה במידת הצורך

להערכתנו, מידת האוטונומיה האסטרטגית והתפעולית של החברה מצומצמת מאוד וכן שליטת החברה במצבה הפיננסי נמוכה מאוד. זאת, בשל התלות הגבוהה של פעילות החברה בהכנסות מכוח הסכם הפיתוח וההפעלה, וכן בשל הישענותה המלאה של תוכנית ההשקעות של החברה, כמו גם שירות החוב שלה, על תשלומים מהמדינה במסגרת דמי ההפעלה. בהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה, הממשלה רשאית להורות על שינויים בתוכנית הפיתוח, בלוחות הזמנים ובתקציב המפורטים בה, לרבות הוספה או גריעה של פרויקטים. כמו כן, נציין כי בהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה, החברה אינה רשאית לספק או ליטול כל אשראי (לרבות ערבויות), אלא באישורם של החשב הכללי במשרד האוצר ומנכ"ל משרד התחבורה.

בשל מבנה ההכנסות של החברה, ובפרט מבנה הכנסות החברה תחת הסכם הפיתוח וההפעלה עם המדינה, אנו מעריכים כי ביצועיה העסקיים העצמאיים של החברה, קרי הכנסות מהסעת נוסעים (מכירת כרטיסים), הובלת מסעות ודמי שכירות, הם כשלעצמם בעלי השפעה זניחה על כושר פירעון החוב שלה. לראיה, בשנים 2020-2022 היוו הכנסות החברה בגין דמי הפעלה שוטפים כ-81% מסך הכנסות החברה, בממוצע³. זאת ועוד, אנו מעריכים כי היקף ההון העצמי הנמוך ביחס למאזן החברה, אשר נע בשנים האחרונות סביב שיעור של כ-2.3% וכן שיעור הרווחיות הנמוך של החברה, אינם משקפים גם הם את רמת סיכון האשראי של החברה ועל כן הינם בעל השפעה נמוכה על הדירוג. נציין, כי במהלך שנת 2023 צפוי גידול מהותי בהון העצמי של החברה בעקבות רישום רווח משמעותי מעליית ערך המיוחסת לרכוש קבוע, כתוצאה מתנאי הסכם ההפעלה והפיתוח החדש. השיפור בהון העצמי צפוי להביא לקיטון מהותי ביחס המינוף של החברה.

³ אנו מעריכים כי שיעור זה מוטא כליפי מעלה בשל היקף הכנסות חריג בגין דמי הפעלה בשנים 2020-2021 כתוצאה מהשלכות משבר הקורונה, בעוד שהממוצע הנורמטיבי ארוך הטווח עמד על כ-60%.

נוכח הזיקה הגבוהה בין המדינה לבין רכבת ישראל, לרבות השפעתה הגבוהה של הממשלה על התוכנית האסטרטגית של החברה, תוכנית ההשקעות שלה ויכולתה לגייס חוב לצורך מימון פעילותה, וכן נוכח הערכתנו כי בשל תלות החברה בתשלומים מכוח הסכם הפיתוח וההפעלה מול המדינה, ביצועיה העסקיים העצמאיים של החברה הינם בעלי השפעה נמוכה על יכולת שירות החוב שלה, מידרוג מעריכה כי הערכת האשראי הבסיסית של החברה (BCA) הינה בעלת חשיבות נמוכה להערכת סיכון האשראי שלה. בהתאם לכך, הערכת מידרוג לסיכון האשראי של רכבת ישראל מתבססת על הערכת מידת הסבירות לתמיכת המדינה בחברה במידת הצורך.

חשיבותו המקרו כלכלית וחיוניותו של מערך הרכבות לתפקודו התקין של המשק תומכות בסבירות לתמיכת המדינה בחברה

להערכתנו, נוכח מעמד החברה כזרוע ביצועית ליישום מדיניות הממשלה, וכן בשל מעורבותה הגבוהה של הממשלה בקבלת ההחלטות בחברה בנושאי אסטרטגיה, תקציב, פיתוח, מימון וכיו"ב, התרחשות אירוע כשל פירעון של החברה, לצד הימנעות המדינה לתמוך או העדפת התחייבויות הממשלה על פני התחייבויות החברה, עלולות להביא לפגיעה תדמיתית משמעותית עבור מדינת ישראל, ולערער את אמון השווקים בממשלה. כמו כן, מערך הרכבות ותשתית המסילות הינם חיוניים לפעילות המשק, והינם בעלי חשיבות אסטרטגית ומקרו כלכלית גבוהה, לכן אנו מעריכים כי אירוע כשל אשר יש בו בכדי להביא לפגיעה בתפקודו התקין של מערך הרכבות בישראל, עלול להיות בעל השלכות פוליטיות וציבוריות נרחבות. אמנם, לא קיימת מחויבות חוקית לתמיכת המדינה בחברה, אך התמיכה השוטפת ומימון פעילות החברה על ידי המדינה מעוגנים בהסכם הפיתוח וההפעלה, באופן אשר מעניק רמת ודאות גבוהה לתזרים המזומנים של החברה ולכוש פירעון החוב שלה. זאת ועוד, להערכתנו, חוזקם של הסכמים אלו מעיד על החשיבות שרואה ממשלת ישראל בהבטחת פעילותה השוטפת התקינה של החברה, כמו גם המשך פיתוח התשתיות על ידה.

בהתבסס על האמור, מידרוג מעריכה כי הסבירות לתמיכת המדינה בחברה בעת הצורך הינה גבוהה מאוד, וכן כי הסבירות להעדפת הממשלה לפרוע את חובותיה על פני חובות החברה הינה נמוכה. עם זאת, יש לציין כי במידה ותחול הרעה באיתנות הכלכלית של מדינת ישראל, תגדל הסבירות שהממשלה תעדיף לפרוע את התחייבויות המדינה על פני התחייבויות החברה. כמו כן, נציין כי קיימת חשיבות עליונה לקיומו של מקור תקציבי מן המדינה לתשלום מלא של הקרן והריבית לאורך חיי החוב. בהעדר מקור תקציבי שכזה, צפוי דירוג החוב להיפגע באופן משמעותי. בנוסף, שינוי מערך ההסכמים בין המדינה לחברה, באופן אשר יפגע בסבירות לתמיכת המדינה בחברה בעת הצורך, עלול להביא לשינוי בדירוג.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

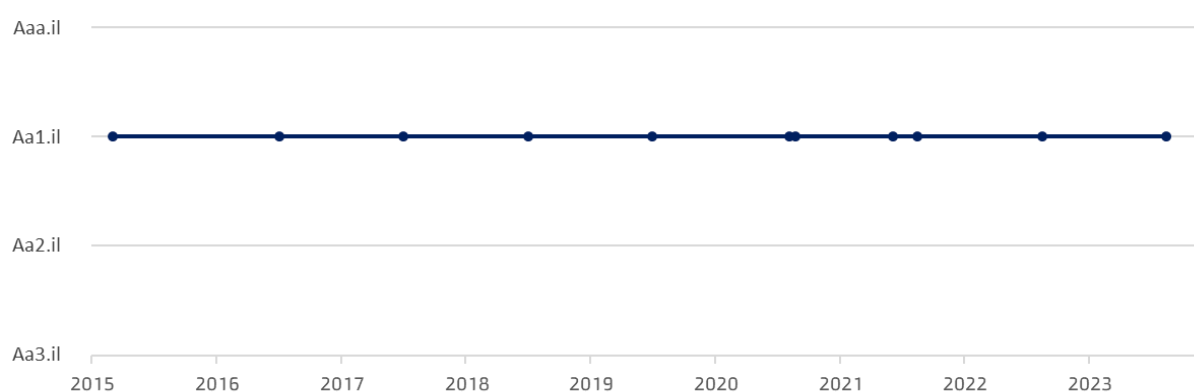
להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה. הנעת הרכבת תורמת לזיהום האוויר ולפליטות גזי חממה. במקביל לכך, מגמת המעבר לאנרגיה ירוקה עלולה ליצור חשיפות פיננסיות ורגולטוריות לחברה. עם זאת, סיכון זה ממותן בחלקו על ידי יישום תכנית החשמול של קווי הרכבת. בנוסף, החברה חשופה לזיהום אוויר שאיננו מגזי חממה, לזיהומי קרקע ומקורות מים ולהזרמת שפכים תעשייתיים למערכת הביוב. סיכונים אלו ממותנים, בין היתר, על ידי בקורות מטעם משרדי הממשלה, תחנות ניטור, עמידה בחוקים ותקנים רלוונטיים ותוכנית אסטרטגית של החברה לטובת ניהול הסיכון הסביבתי. בד בבד, תוואי הרכבת חשוף לסיכונים טבע (כגון רעידות אדמה, שיטפונות וכו'). להערכתנו, חשיפת החברה לסיכונים חברתיים הינה בינונית. סיכונים חברתיים בחברה עלולים להתממש בשל סיכונים תאונות בין הרכבת לכלי רכב אחרים או להולכי רגל. גורם נוסף אשר מגדיל את הסיכון החברתי וכן יוצר חשיפה שלילית לסיכונים הממשל התאגידי הינו קיומו של ועד עובדים בעל היסטוריית אירועים וחיכוכים עם הנהלת החברה, אשר עלולים לעכב תוכנית התייעלות ופיתוח. יחד עם זאת, חתימת ההסכם הקיבוצי החדש מול העובדים בפברואר 2023, צפוי למתן סיכון זה. כמו כן, נכון למועד כתיבת הדוח, מניין חברי הוועדות לבחינת דוחות כספיים ולוועדת הביקורת של החברה, איננו עומד במניין החוקי. נציין כי החברה פועלת מול רשות החברות הממשלתיות וגורמי הממשלה למינוי דח"צ נוסף על מנת לעמוד במספר המזערי הנדרש של דירקטורים בלתי תלויים בהתאם להוראות חוק החברות ותקנות החברות. עוד נציין כי להערכתנו, היותה של החברה מונופול הנסמך על תשלומים המעוגנים בהסכם הסובסידיה, ממתנים חלק ניכר מסיכונים ה-ESG.

אודות החברה

רכבת ישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית, הנמצאת בשליטתה המלאה של מדינת ישראל ופועלת בארבעה תחומי פעילות עיקריים: (1) הסעות נוסעים; (2) הובלת מטענים; (3) השכרה של מתחמי מסחר; (4) פיתוח, ניהול ותחזוקה של תשתית מסילות הרכבת בישראל

ושל מערכות וציוד נלווים. פעילותה השוטפת של החברה וכן פעילות הפיתוח שלה מסובסדות על ידי המדינה. במהלך ינואר 1998, התקבלה החלטת ממשלה⁴ המורה על הקמת חברה ממשלתית, וביוני 2003 היא החלה לפעול. לאורך השנים נחתמו מספר הסכמים ומסמכים נלווים וביום ה- 05.06.2023 נחתם בין החברה למדינה הסכם הפעלה ופיתוח חדש, לשנים 2022-2026. הסכמים ומסמכים אלו נועדו להסדיר את היחסים בין רכבת ישראל לבין המדינה, בקשר עם פעילותה השוטפת לרבות תוכניות הפיתוח, וכן להגדיר ולהסדיר את מנגנון דמי ההפעלה לצורך פעילותה השוטפת. בשנת 2012 התקבלה החלטת ממשלה על הקמת שתי חברות בנות, אשר תהיינה בבעלות מלאה של החברה (להלן: "החברות הבנות"). החברות הבנות התאגדו ונרשמו ביום 15.07.2015, ומאז מוחזקות במלואן על ידי רכבת ישראל. חברת רכבת ישראל מטענים בע"מ החלה לפעול ביום 01.10.2016 ואילו חברת פיתוח מתחמי רכבת ישראל בע"מ החלה לפעול ביום 01.01.2017.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[רכבת ישראל בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג מנפיק הקשור למדינה - דוח מתודולוגי, יוני 2021](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	13.08.2023
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	15.08.2022
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	01.03.2015
שם יוזם הדירוג:	רכבת ישראל בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	רכבת ישראל בע"מ

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה, בין השאר, על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

⁴ החלטת ממשלה מס' 3120 מיום 04.01.1998.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.